

27 ינואר 2010

בריטיש ישראל השקעות

נכסי אזו-ריט

אשרור דירוג 'ilA'; מתן דירוג זהה להרחבת סדרת אג"ח בהיקף של עד כ- 200 מיליון ₪; תחזית הדירוג נותרה שלילית

אנליסט אשראי ראשי: הילה פרלמוטר, hila_perelmutter@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני: גדי בארי, Gadi_beeri@standardandpoors.com

תמצית

- הדירוג נתמך בפרופיל העסקי החזק של החברה ובנזילות מספקת אך מוגבל בפרופיל פיננסי חלש, כמתבטא במינוף גבוה וביחסי כיסוי חוב נמוכים בהשוואה לחברות דומות בקבוצת הדירוג.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA' לאגרות החוב שהונפקו ע"י בריטיש ישראל השקעות בע"מ ונכסי אזו-ריט בע"מ, הפועלות בתחום הנדל"ן המניב בישראל.
- באותה עת אנו נותנים דירוג זהה להרחבת סדרת אג"ח של עד 200 מיליון ₪ ע.ג.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את תזרימי המזומנים החלשים ביחס להיקף החוב על אף שיפור ברמת המינוף הפיננסי במהלך הרבעונים האחרונים.

פעולת הדירוג

ביום 27 בינואר 2010 אישררה Standard & Poor's Maalot את דירוג 'ilA' לאגרות החוב של חברת בריטיש ישראל השקעות בע"מ, הפועלת בתחום הנדל"ן המניב בישראל, ושל נכסי אזו-ריט בע"מ, חברת הבת המוחזקת 100% על ידה. תחזית הדירוג נותרה שלילית. כמו כן נקבע דירוג זהה להרחבת סדרה של עד 200 מיליון ש"ח ע.ג שבכוונת החברה להנפיק.

שיקולים עיקריים

דירוג התחייבויותיה של החברה משקף בעיקר את מעמדה התחרותי הגבוה, גידול בהיקף הנכסים ושיפור ברווחיות ובהנבה של נכסים קיימים. גורמים אלו מתקזזים חלקית על ידי פרופיל פיננסי חלש המתבטא במינוף פיננסי גבוה וביחסי כיסוי חוב חלשים.

www.maalot.co.il

עמוד 1 מתוך 4



לחברה פרופיל עסקי חזק, כמתבטא במעמד תחרותי גבוה בתחום מרכזי המסחר בישראל, שהינו תחום פעילותה העיקרי.

ברבעונים האחרונים הציגה החברה גידול מתמיד ב- NOI מנכסים קיימים, דבר המשקף את יתרונותיה התחרותיים, יכולותיה המקצועיות בניהול והשבחת נכסים והגידול בדמי השכירות.

היקף תיק הנכסים של החברה גבוה ובעל מאפיינים איכותיים, כמתבטא בשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן, תמהיל שוכרים מגוון, פיזור גיאוגרפי במיקומים אטרקטיביים, יציבות ההכנסות מדמי שכירות ויציבות פדיונות השוכרים. לדברי החברה, מגמה זו צפויה להימשך ב-2010-2011 ואף להתחזק לאור השלמת שלוש רכישות במהלך 2009 שעתידות להניב כ- 80-90 מיליון ₪ NOI (חלקן החלו להניב הכנסות כבר ב-2009). בנוסף, בשנים 2010-2011 מתכוונת החברה להשקיע כ- 350-400 מיליון ₪ בהרחבות שטחי מסחר קיימים הצפויות להניב כ- 60-70 מיליון ₪ NOI.

ב- 2009 הציגה החברה שיפור בתוצאות הפיננסיות בשל השבחת נכסים קיימים והשלמת עסקאות שמומנו גם באמצעות הנפקת הון מניות.

עם השלמת רכישת חברת אירוס הגלבוה בדצמבר 2009, שווי הנדל"ן להשקעה עמד על כ- 7.5 מיליארד ₪ (פרפורמה). ה- LTV לספטמבר 2009 עמד כ- 71%. שיעור ההיוון הממוצע עמד על כ- 8%.

עם זאת, להערכתנו המינוף הפיננסי ויחסי כיסוי החוב והוצאות הריבית נותרו חלשים בהשוואה לחברות דומות ומשפיעים לרעה על הפרופיל הפיננסי. יחס חוב ל- CAP עמד על 73.2% בספטמבר 2009 וצפוי לעמוד על כ- 73% בדצמבר 2009.

יחס EBITDA להוצאות מימון ברוטו (כולל הוצאות בגין הצמדה) נמוך מ-1x ומעיד על יכולת שירות מימון נמוכה. עם זאת, יכולת כיסוי המימון התזרימית טובה יותר (כ-1.5x) עקב הוצאות מימון שאינן תזרימיות והכנסות מימון בגין התיק הנזיל, אולם רמת הוודאות בגין הכנסות האחרונות נמוכה.

יחס FFO לחוב עמד על 2.7% בספטמבר 2009 וצפוי לעלות לכ- 3%-4% ב-2010-2011. להערכתנו תזרימי המזומנים הפנויים הינם נמוכים לרמת הדירוג הנוכחית וביחס להיקף החוב, אך נתמכים כיום ברזרבות מזומנים גבוהות של החברה.

על אף השיפור במינוף הפיננסי, הוא נותר ברמה גבוהה לעומת חברות בקבוצת הדירוג ועשוי להיות מושפע משינויים בשווי הנכסים. החברה רואה עצמה פועלת לאורך זמן במנוף הנמוך מ- 75%. אנו נמשיך לבחון את התוצאות הפיננסיות של החברה ברבעונים הבאים.

כספי ההנפקה שיתקבלו מהרחבת סדרה ג' עתידים לשמש לצרכיה השוטפים של החברה.

נזילות

נזילותה של החברה מספקת ומשקפת שמירה על יתרת מזומן גבוהה ונגישות טובה למקורות מימון בנקאיים וחוב בנקאיים. נכון ל-30 בספטמבר 2009 עמדה יתרת המזומן על כ- 860 מיליון ₪. לחברה קווי אשראי המהווים בסיס טוב לנזילות, אם כי אינם חתומים. אלו תומכים בחלויות שוטפות בסך 570 מיליון ₪, מתוכם כ- 250 מיליון ₪ בגין הלוואות לזמן קצר. יצוין כי להערכת החברה, מינוף נמוך של חוב בנקאי כנגד הנכסים המשועבדים מקנה גמישות www.maalot.co.il

נוספת למיחזור החוב ולהגדלת מסגרות אשראי. החברה שומרת על מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות להן התחייבה כלפי בנקים. עם זאת, לחברה כמות לא מהותית של נכסים שאינם משועבדים לעומת היקף החוב הכולל. אנו מעריכים כי בטווח הקרוב תשמור החברה על נזילות מספקת לתשלום החלויות השוטפות, גם במידה ולא ימוחרז אשראי לזמן קצר וגם במידה ותקטין את יתרת המזומן הנוכחית, זאת בהנחה כי יתרת המזומן לא תופנה לטובת עסקאות מהותיות חדשות.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את חששנו לירידה ביכולת שירות החוב העתידית של החברה לנוכח עומס חלויות שוטפות גבוה החל מ-2011 אשר יגדיל את תלותה של החברה במיחזור חוב, ובפרט בשל תזרימי המזומנים הפנויים הנמוכים. ירידה בדירוג תיתכן במצב בו גידול בחוב הפיננסי יביא לשחיקה ביחסי כיסוי החוב או עקב גידול במנוף הפיננסי כתוצאה משחיקה בערכי הנכסים. ירידה מהותית בהיקפי החוב של החברה אשר תביא לשיפור ביחסי הכיסוי תוך שמירה לאורך זמן על יחס חוב ל-CAP ברמה של כ-75% ונזילות מספקת עשויים להביא לשינוי תחזית הדירוג ליציבה.

רשימת אגרות חוב

מדירג קודם	דירוג נוכחי	אגרות חוב
ilA/Negative	ilA/Negative	סדרה א' (בריטיש)
ilA/Negative	ilA/Negative	סדרה ב' (בריטיש)
ilA/Negative	ilA/Negative	סדרה ג' (בריטיש)
ilA/Negative	ilA/Negative	סדרה ז' (בריטיש)
ilA/Negative	ilA/Negative	סדרה 5 (אזו-ריט)
ilA/Negative	ilA/Negative	סדרה 6 (אזו-ריט)

דירוגי S&P Maalot מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר S&P Maalot מאמינה כי הנם מהימנים. S&P Maalot אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.

מובהר בזאת כי דירוג S&P Maalot אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של איזו מן ההתחייבויות הכלולות במסמכי האג"ח ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים הכלולים במסמכי הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דוח S&P Maalot או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P Maalot כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

הדירוגים עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל, או מסיבות אחרות. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

STANDARD
& POOR'S
Maalot

© כל הזכויות שמורות ל-S&P Maalot. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת S&P Maalot, למעט מתן העתק מן הדוח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת אגרת החוב האמורה.